

コーポレートガバナンスの落とし穴

米澤 康博

一、ガバナンスブーム

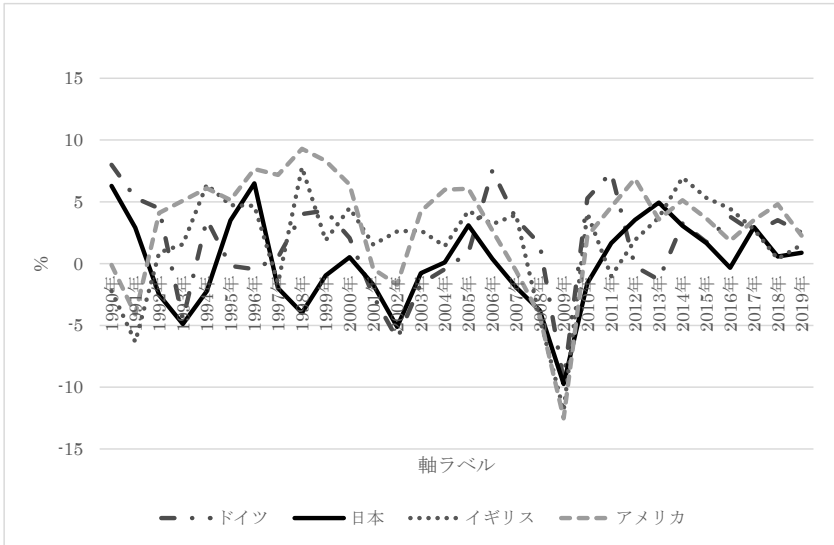
コーポレートガバナンスに始まってESGを経てSDGsに至るワーディングが氾濫している。

企業は無視できない内容であるがどのように対応して良いのか戸惑っているのも事実である。中でも上場株式会社においてはガバナンスの不全は致命的であり、最悪の場合には株主議決権において確実に反対票の増加につながる。環境変化によって企業が株主を無視できなくなった点は本来ある

べき姿に近づいたと解釈でき好ましい現象であると言えそうである。

しかし、この間、日本経済は良くなったのだろうか。企業競争力は強くなったのだろうか。あるいは従業員の賃金は上がったのだろうか。評価には議論が分かれる点もあるが、大多数の見解としては「否」であろう。本コラムではこのすっきりしない点について筆者の感想を述べてみたい。

図表1 主要先進国の総固定資本形成成長率 (%)



二、設備投資の低迷

経済低迷の要因を見つけることは容易ではなく、それがわかれば有効な政策論も可能であろう。もつとも重要な要因としては人口の減少であるが、その減少を食い止めることは容易ではなく、それに成功した国もないと思われる。以下ではそれ以外の点に触れたい。

本稿での主張したい原因は「企業設備投資の低迷」である。特に国内での設備投資の低迷である。ここでの設備投資とは規模拡大の設備投資だけでなくむしろ費用削減効果をも持つような技術革新投資、研究開発投資、IT関連の投資を含むものとして認識する。

図表1は主要四か国の固定資本形成（GDPベースでの設備投資）成長率の比較を示してい

る。それを見ると日本が平均的に劣後していることがわかる。

三、設備投資低迷の一要因としてのROE基準

設備投資低迷の要因も特定化はできない。ケインズ自身も設備投資決定要因は必ずしも合理的ではなくアニマルスピリッツに拠るところが大としており、実際に投資関数の推計においても合理的な仮説からはうまく説明できないケースが多い。特に最近時は金利がゼロに近づいても設備投資を促進させる効果がない事実は新たな困難をもたらしている。

その中であって指摘したいのは企業の経営者がある目的を「企業価値を高める、より具体的にはROEを一定水準以上に維持する」に限定し、そ

の達成に終始している点である。この指針はコーポレートガバナンスのコード自体には謳っていないがその周辺に位置付けられるレポート等には明記されており、この影響は絶大と言える。特に議決権行使の際の判断基準として良く用いられており、例えば「ROEが8%以上」等のケースも見受けられ、企業としては必須の要件になっている。筆者はこれが設備投資抑制要因の一つと考えている。企業はこれを受けて財務的な化粧を施すことによってROEの改善を試みている。その化粧の一つとして良く用いられるのが自社株買いである。自社株買いは遊休資産を売却しながらその資金で自己株式を市場から買い上げる政策であるが要は分母である自己資本を圧縮することによってROEを上げる財務政策である。何か生産的な活動を行っている訳ではなく、むしろ企業縮小的な政策である。

このROE基準はそれ自体それほど弊害のある行動ではないかもしれない。実際、その過程で株価が上がるケースもあり得るので株主としては歓迎かもしれない。しかし問題は企業がこれをガバナンス要請に対する「すべての答え」としている点である。この限りでは株価の上昇も限定的である。

四、株主のために企業は何をすべきか

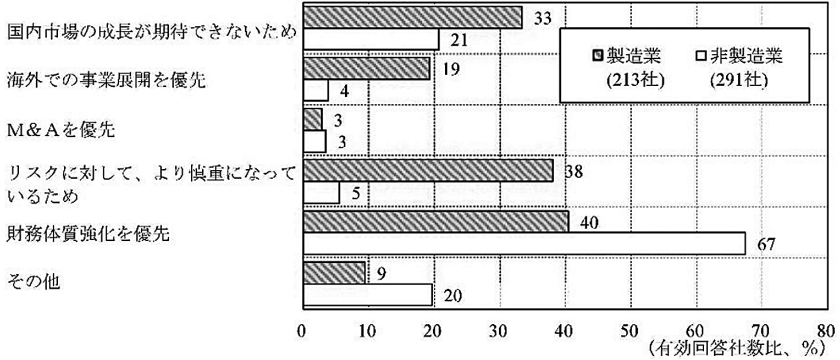
株主に対して行うべきは設備投資を行って企業価値を最大化することである。具体的にはROA、ROEが高まった下で、あるいは株価上昇が生じた下で設備投資を行うことによって株価をさらに上げることである。設備投資を行って株主に彼らが市場で得られる収益率（＝資本コスト）よ

り高い収益率獲得の機会を与えるのがそもそも株式会社の存在理由であり、企業目的である。既に述べた問題点とは設備投資を行う直前で完了してしまっている点であり、道半ばというかスタート地点に立ったところで企業の任務を終えているのである。例えばROEが5%企業であつてもそのROAが資本コストを上回っていればなすべきことはお化粧してROEをあげるのではなく、設備投資を行うことである。

これまでも金利が十分に低くとも企業が設備投資を行わなかったケースはいくらでもあった。ROAが高くともそのリスクが大きく、実施に至らなかった場合等であり、これ自体、何ら問題はない。ここで問題視しているのは設備投資を行わずにROEを高めることが企業目的であるとの錯覚に陥っている点である。

多少、調査時期が古くなるが二〇一五年度まで

図表2 設備投資を抑制する理由



〔出所〕 日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査」。

の三年間において設備投資に関して消極的であったと自己分析した企業に対してその理由を問うたアンケートがあるのでその結果を紹介しよう。理由の解釈にギャップがあり得ることは承知の上で図表2を見ると「財務体質強化を優先」を挙げる企業が多いことに気付く。財務体質の強化の内容に関しては明らかではないが、この時期には負債比率の問題は解決されているので、遊休資産の見直しによるROEの改善が急務なのであろう。しかしファイナンスの理論に負うまでもなく企業の価値はほぼすべて設備投資を中心とする実体面で決まり、財務的面が関与する余地は極めて限られているのである。

これは高度成長時代の日本企業と全く異なる行動原理である。高度成長時代は借入によって設備投資を積極的に行った。株主のための財務政策などは全く無関心の時代ではあったが株価が大きく

上昇したので株主に不満はなかった。

確かに現在は高度成長の時代と大きく異なり、そもそも経済の成長が見込めない状況にはある。実際、海外への直接投資は比較的積極的に行われているが日本企業の世界でのプレゼンスは（為替レートの変動を調整しても）完全に低下している。改めて積極的な設備投資が必要とされる局面にある。既に述べたように今後必要とされる投資は能力拡大型の設備投資ではなく、技術革新投資、研究開発投資、IT投資が中心となろう。また国際的に寡占市場が進む中、戦略的な投資も重要である。半導体生産においては設備投資の逐次投入によって規模の効果をすることに失敗した事実
は記憶に新しい。

ここで言及しておく必要があるのは脱炭素に関する設備投資である。それに関係する企業においては積極的に検討されており、今後期待される設

備投資の一つである。この設備投資内容は各企業の状況から一様には議論できないが、その特徴としては総じて採算がギリギリの投資ではないか、場合によっては採算が合わない投資が一般なのではないかと推測される。このような投資を株主にいかに関心していただくかがポイントなる。いかに合理的に行ってもそれを実施すれば企業全体のROAは低下し、株価が上がらない可能性があるからである。くれぐれもこれら必要な設備投資をROE基準によって排除しないようにしなくてはならない。

五、設備投資低迷のマクロ経済的効果

国内の設備、すなわち資本ストックが過剰なのでそもそも積極的な設備投資は必要ないとの見解

もあるかもしれない。そのような認識のもと自社株買いによる設備縮小は必然であるとの見解である。しかしそうであるならばマクロ経済的に相対的に豊富な資本の利潤率のROAは低くなり、相対的に希少な従業員の実質賃金は高くなるのである。しかし現実には明らかに逆である。

短期的にも設備投資の抑制は有効需要の減少となり、デフレ現象の根幹となる。より現実的には金融を緩和してゼロ金利になっても貸し出しが増えない現象として現れる。消費の低迷もより究極的には賃金が低迷しているからであり、それは企業が成長しないからである。

コーポレートガバナンスの要請自体は必要なことであり、特に株主より銀行との関係が強かった日本企業においては必要な要請と思われる。そのこととROEに下限を設けることは同じではなく、必要なことである。不必要な制限がかえって

ガバナンスに弊害をもたらし、株主、従業員、あるいはマクロ経済に対してマイナス効果をもたらすことを今一度考えるべきである。

(よねざわ やすひろ・早稲田大学名誉教授・
当研究所客員研究員)